

ASPEK PENILAIAN DALAM PERUSAHAAN DOT COM

Dyna Rachmawati*

Abstract

New economy has come, begun by the advancement of information technology. It appears much dot.com company. Valuing the dot.com has challenged many financial experts. It becomes uneasy because the uncertainty is so high. This paper uses two approaches in valuing the dot.com company. The first one is qualitative approach. This approach requires acquainted of the company deeply by knowing the management team and business plan. The second one is quantitative approach. It offers two alternatives method, which is net present value or discounted cash flow and economic value added. Both are requires many assumptions.

This paper tries to implement the valuation by valuing Indo.com. The result shows Indo.com has a great management team. Indo.com business is real though running the cyber business. Indo.com worth \$ 77 million under the assumptions made and using net present value methods

Keywords: valuation the dot.com company, qualitative and quantitative approach

Pendahuluan

Pertengahan tahun 1990-an di Amerika Serikat, muncul apa yang disebut dengan “revolusi dot.com” yang menandai *new economy* (Becker;2003). Perusahaan dot.com yang menawarkan saham di bursa mengalami “booming” nilai saham yang dimulai pada tahun 1995 sampai dengan 2000. Hal ini terlihat dari *mark to book value* perusahaan dot.com rata-rata berkisar antara 5,2 sampai dengan 10,8. (Pfeil;2003), ini menunjukkan bahwa pasar menilai perusahaan dot.com lebih dari nilai bukunya. *Booming* nilai saham perusahaan dot.com, menimbulkan pertanyaan berapakah nilai perusahaan dot.com yang sebenarnya ?

Penilaian terhadap perusahaan dot.com tidak mudah. Ketidakpastian yang tinggi dalam bisnis perusahaan dot.com mempengaruhi kesulitan penilaiannya. Terdapat dua pendapat ekstrim mengenai penilaian perusahaan dot.com ini, yang pertama dari kelompok optimis dengan pernyataannya yang menggebu-gebu mengenai profitabilitas perusahaan dot.com, dan yang kedua dari kelompok pesimis dengan pernyataan bahwa nilai perusahaan dot.com tidak dapat dikuantifikasikan (Sembel : 2001).

Beberapa ahli berusaha untuk membuat model evaluasi atas perusahaan dot.com, dan investor berharap bahwa model evaluasi yang dipakai dapat memberikan arus kas masuk bersih yang riil dan bukan hanya sekedar impian dalam bisnis maya.

*Staff Pengajar Tetap Fakultas Ekonomi Universitas Katolik Widya Mandala Surabaya

Penilaian atas perusahaan dot.com dibagi dalam dua bagian. Pertama, mengenai karakteristik kualitatif perusahaan, sehingga akan diperoleh gambaran secara rinci perusahaan yang akan dinilai. Kedua, dengan menggunakan pendekatan kuantitatif yang mendukung penilaian akhir perusahaan dot.com.

Penilaian Perusahaan Dot.Com secara Kualitatif

Zell (2000) mengemukakan, apabila kita akan mulai menginvestasikan ke perusahaan dot.com yang akan menghasilkan pendapatan, maka kita harus mempunyai pengetahuan yang cukup mengenai manajemen perusahaan dan rencana bisnisnya. Hal ini tidak hanya akan membantu penilaian terhadap perusahaan, tetapi juga akan memberikan *clear sense* perusahaan tersebut. Dibawah ini adalah daftar pertanyaan yang dapat membantu kita untuk mengenal perusahaan yang akan dinilai (Zell;2000):

Management Team

In addition to conducting basic due diligence on the management team and checking references to ensure the integrity of its members, you should investigate the managers have:

- *Experience - success at the same level, same industry. What is the experience of the company's management team ? Have they ever done this before ? In many cases, venture capitalists and other investors will invest based solely on the people that will be running the company. The "people" decision is made easier if the managers have experience in the Internet. A few years ago, finding experienced Internet business professionals was like finding a needle in a haystack; today, it's getting easier but is still a case of demand being greater than the supply.*
- *A proven ability to grow a company. Past success in growing a company to a respectable level will demonstrate an ability to grow the present one. The more successes, the better. The absence of failures is also an important fact to discern.*
- *Direct sales/advertising expertise, even if outside the Internet (i.e. talented sales people can learn to sell anything). Talented sales and marketing executives come at a very high premium in today's market. Many have successfully transitioned into CEO and COO roles. Others should have stayed in sales.*
- *Prior profit and loss responsibility and accountability. If the executive had prior responsibility for a division or profit center, he or she will understand the need for developing and meeting budget and making money.*
- *Personnel investment in the company, i.e. "skin" in the game. If the executive is forced to invest hard cash into the company, he/she has something at risk other than*

just time. This invariably will cause the executive to treat the company more as an owner and not as a manager.

- *Desire (fire in the belly). Does the executive have passion for the company and its business ? Is he/she working hard enough to accomplish his/her objectives in today's Internet-paced business world ? Does he/she understand the business, its technology and the business model ? This preliminary determination is largely subjective, based upon visceral reactions and observations. References of customers, current and former employers and employees and competitors play a strong role in making the assessment more objective.*
- *Covered critical functional areas - Does the management team cover critical functions the company will need to be successful ? The key areas include technology design, development and maintenance*
- *Process orientation ? Are the manager process oriented ? Do they plan things out carefully before undertaking tasks ? Do they spend too much time doing ? Do they work well together as a group ? Have they worked together previously ? For how long ? Managers who are accustomed to building process to support their departments and functions are valuable assets, particularly in a start-up venture.*
- *Value based mindset (strategic, targets, action plan, performance measurement). Is the manager strategic thinker as well as planner ? What are the manager targets ? Does the manager have an action plan for achieving the targets and strategies ? What techniques does the manager employ to measure the performance of those on his or her team ?*
- *Top down bottom up managers ? Do the managers seek the input of subordinates ? What evidence is there that the manager has built successful teams in the past ? What team-building activities does the manager engage in ? Does the manager coordinate his or her plans with the suggestions and plans of his/her subordinates ?*
- *Communication ? Internal and external ? Do the managers communicate with each other professionally and respectfully ? Do they communicate with the employees the same way ?*
- *Performance - based compensation ? Is the manager compensated based on his/her performance ? Are there outside directors involved in determining the compensation of the management team ? Are the managers under employment contracts with provisions relating to termination for cause or resignation for good reason ? Are the employment contracts drafted in a manner that is fair to both the company and the executive ? This is another as well as in some cases stock and option consideration, to performance of the company will focus the executive on the best interests of the company provided the incentives are properly defined and not skewed to short-term, destructive behavior.*
- *Board of Directors - The board of directors should consist of outsiders who may or may not be investors in the company. The board should have at least two outside directors (i.e. who are not being compensated as employees of the company), particularly if the company is intent on going public. More importantly, board have*

the specific industry experience similar to the companies business, that improve the company's access to future sources of capital, that have high visibility and credibility in the community or the industry, and/or that have a functional capability that is missing or weak in the start-up management team (e.g. frequently, finance executives are the last to join the start-up, unless investors demand a chief financial officer or controller at even the earliest stages of the company) will enhance the company's prospects for success and its valuation overall.

Business Plan

- *Does the business represent a unique concept ? That is, the management team should be able to show that the company will be first to the online market for the product or service being develop or sold. The ability to show barriers to entry further enhances the company's prospects. By contrast, analyst have shown time and again that "second market" is meaningless if not detrimental in terms of the impact on stock price and valuation, unless the demand for the product or service is high enough or if the company occupies a unique niche in the market to ensure a successful start.*
- *Does the business model appear sustainable at first glance ? How will the company generate revenues now and in the future ? Is the company's model supported by market or industry data ? What market share is the company expected to capture and are the assumptions reasonable ? At what point does the company breakeven ? Is the company's "new" idea limited to a single product (i.e., is it "one trick pony?") or can the concept be leveraged beyond the initial idea ?*

Penilaian Perusahaan Dot.Com secara Kuantitatif

Net Present Value

Pendekatan penilaian secara kuantitatif dapat menggunakan pendekatan *net present value* (NPV) atau *discounted cash flow* (DCF) (Sembel; 2001 dan James and Koller;2000). "*Present value is the value of a future cash stream discounted at the appropriate market interest rate. And growing perpetuity is a constant stream of cash flow without end that is expected to rise indefinitely. For example, cash flows to the landlord of an apartment building might be expected to rise a certain percentage each year*"(Ross;1999).

Perhitungan NPV bisa dilakukan secara *bottom up* maupun *top down*. Pendekatan *bottom up* dimulai dengan mengidentifikasi semua faktor yang menjadi penentu alur kas masuk dan keluar. Alur kas masuk bisa diperoleh dari biaya langganan, transaksi penjualan (baik produk sendiri maupun komisi dari penjualan produk pihak

ketiga), hasil iklan, dan penjualan data base konsumen. Alur kas keluar misalnya biaya *hardware, software, brainware (personnel)*, pengadaan barang/jasa, pemasaran dan humas. Alur kas bersih (alur kas masuk dikurangi alur kas keluar) tiap periode diestimasi kemudian dihitung setara nilai tunainya (*present value*-nya). Jumlah *present value* dari semua alur kas bersih dari seluruh periode itulah yang menjadi nilai perusahaan.

Dalam perhitungan NPV, ada beberapa asumsi penting yang sangat menentukan hasil akhir.

Pertama, asumsi pertumbuhan bisnis. Asumsi ini akan menentukan alur kas di masa depan. Pertumbuhan bisnis dot.com datang dari beberapa sumber. Sumber pertama adalah pertumbuhan industri biasa. Pertumbuhan ini berlaku baik untuk perusahaan *on-line click and mortar* maupun *off line brick and mortar* tradisional. Sumber kedua adalah peningkatan penetrasi bisnis dot.com, yaitu beralihnya bisnis dari non dot.com ke dot.com. Sumber ketiga adalah pertumbuhan dalam industri yang sama difasilitasi oleh kemudahan akibat adanya bisnis dot.com. Sumber pertumbuhan berikutnya adalah sinergi antar sektor atau industri akibat luluhnya batas sektoral atau industri karena penggunaan platform dot.com.

Asumsi kedua, bahwa perusahaan akan terus bertumbuh selama *going concern* perusahaan maka akan digunakan *growing perpetuity (continuity period)* (Milss; 1995).

Ketiga, asumsi penentuan faktor penyentara (*discount factor*) nilai alur kas di masa depan dan nilai saat ini atau nilai tunainya. *Discount rate* kita perlukan dalam penghitungan *value* perusahaan untuk menghitung *present value* dari *expected cash flow* perusahaan. Besarnya *discount rate* secara teoritis adalah besar *risk-free rate* ditambah *risk premium* yang diinginkan oleh investor perusahaan.

Discount rate dapat menggunakan *cost of capital*, *cost of capital* adalah biaya gabungan dari pembiayaan yang mencerminkan biaya dari hutang (*cost of debt*) dan ekuitas (*cost of equity*) dan besar tertimbang relatif mereka dalam struktur pembiayaan.

$$\text{Cost of Capital} = k_{\text{equity}} (\text{Equity}/(\text{Debt} + \text{Equity})) + k_{\text{debt}} (\text{Debt}/(\text{Debt} + \text{Equity}))$$

Disini, biaya ekuitas mewakili *rate of return* yang diharapkan dari investor ekuitas perusahaan, sedangkan biaya hutang mengukur biaya untuk meminjam hutang saat ini (Damodaran; 2000)

Sebuah pendekatan alternatif untuk memperkirakan besar *discount rate* ini adalah pendekatan *Implied Equity Premiums*. Kita tidak memerlukan data historis maupun koreksi terhadap *country risk* dalam pendekatan ini, tapi kita mengasumsikan bahwa pasar saham memiliki harga yang tepat menurut Damodaran (2000) dari Stern Business School.

$$\text{Value} = \frac{\text{Expected Dividends Next Period}}{(\text{Required Return on Equity} - \text{Expected Growth Rate})}$$

Persamaan ini pada dasarnya adalah *present value* dari dividen yang tumbuh pada tingkat konstan. Tiga dari empat input dalam model ini dapat diperoleh secara eksternal - tingkat pasar saham saat ini (*value*), *average dividend yield* saham (*expected dividends*) dan *expected growth rate* untuk *earnings* dan dividen jangka panjang. (The Wall Street Journal; 2000 dan AFX Asia; 2000).

Analisis Sensitivitas

Ketidakpastian adalah bagian yang paling sulit dalam menilai perusahaan teknologi yang mempunyai pertumbuhan tinggi. Oleh sebab itu, penghitungan NPV selalu diakhiri dengan analisis sensitivitas. Analisis ini menggunakan *probability-weighted scenario*. *Probability-weighted scenario* adalah cara yang paling sederhana untuk dapat menganalisis sensitivitas NPV perusahaan dot.com. Pendekatan ini juga mempunyai keuntungan dengan membuat asumsi-asumsi kritis dan interaksi yang jauh lebih transparan dibandingkan dengan model lain, seperti simulasi Monte Carlo.

Penggunaan *probability-weighted scenario* mengharuskan untuk mengulang proses estimasi keuangan perusahaan di masa mendatang dalam *range of scenarios* - yaitu skenario optimis, stagnan dan pesimis (Desmet *et.al.*;2000).

Economic Value Added

Selain *net present value* atau *discounted cash flow*, penilaian perusahaan dot.com secara kuantitatif dapat menggunakan *economic value added* (EVA) (Millano *et all.*, 2000). Pendekatan EVA sangat sederhana, perhitungannya diperoleh dari *net operating profit after tax* (NOPAT) dikurangi beban modal (aktiva bersih yang telah disesuaikan) yang digunakan untuk memperoleh laba. EVA, secara jelas, menunjukkan bahwa investor mengharapkan return atas investasi sebagai kompensasi nilai waktu uang dan resiko investasi.

Penilaian perusahaan dot.com dengan menggunakan EVA diformulakan oleh Millano *et.all* (2000) sebagai berikut:

$$Value = Capital + PV(EVA)$$

Dengan menggunakan formula ini, nilai perusahaan dot.com akan sama dengan arus kas yang akan dihasilkan di masa akan datang.

Implementasi Penilaian Perusahaan Dot.com : Indo.com

Di Indonesia, terdapat beberapa perusahaan dot.com. Bahkan beberapa diantaranya telah menawarkan sahamnya di bursa efek Jakarta. Untuk memudahkan

pemahaman mengenai penilaian perusahaan dot.com, berikut ini akan disajikan penilaian Indo.com. Indo.com adalah perusahaan portal travel di Indonesia, yang berdiri sejak 1995. Dalam kurun waktu lima tahun, Indo.com telah berhasil menciptakan *brand image* bagi para turis manca negara yang ingin mengunjungi Indonesia. Ke depannya, Indo.com berencana untuk mendominasi dua pasar Indonesia dengan target konsumen internasional yaitu: industri travel dan ekspor barang-barang seni dan kerajinan. Indo.com juga akan mengembangkan keahlian teknologinya dalam dua pasar yaitu: memberikan solusi internet dan jasa aplikasi. Jasa ini juga akan ditawarkan ke pasar lainnya. Indo.com berencana untuk mencapai tujuannya dengan aset yang dimilikinya yaitu: organisasi yang solid, tim manajemen yang berkelas internasional dan didukung oleh keuangan yang kuat.

Penilaian secara Kualitatif pada Indo.com

Tabel 1
Penilaian Kualitatif Tim Manajemen Indo.com

<i>Management Team</i>	
<i>Experience - success at the same level, same industry.</i>	<p>Indo.com mempunyai sumber daya manusia yang berusia muda dan profesional dalam bidang mereka. Sebagian besar karyawan Indo.com adalah alumnus universitas terbaik di dalam dan luar negeri dan mempunyai pengalaman kerja di perusahaan multinasional. Manajemen tingkat atas Indo.com mempunyai pengalaman kerja sebagai berikut:</p> <ul style="list-style-type: none"> • CEO Indo.com pernah menjadi senior <i>associate</i> McKinsey & Co. yang bertugas mengembangkan internet, <i>strategy e-commerce</i> untuk McKinsey Asia Tenggara. Dan sebelumnya pernah bekerja di Microsoft, BT and Citibank. • CFO Indo.com mempunyai pengalaman 10 tahun bekerja di JP Morgan sebagai Vice President, penasihat BPPN dan 3 tahun sebagai manager resiko di Citibank. • CIO Indo.com mempunyai pengalaman 10 tahun di IBM dalam berbagai macam posisi: manager sumber daya, senior manager pemasaran dan tehnik pendukung pengembangan aplikasi pre-sales di Asia Pasifik. • Managing Director - Arts and Crafts: mempunyai pengalaman di industri dan eksportir di Belgia, senior manager di perusahaan induk John Hardy, PWC dan PT Zuescom Indonesia.

<i>A proven ability to grow a company</i>	Dalam kurun waktu tiga tahun (1997, 1998 dan 1999) telah berhasil memperoleh laba.
<i>Direct sales/advertising expertise</i>	Tidak ada bagian khusus yang menangani marketing, namun pengembangan perusahaan - seperti yang diungkapkan oleh CEO Indo.com - bahwa ada tiga hal yang akan menjadi pusat perhatian perusahaan di masa mendatang yaitu: teknologi, keuangan dan SDM serta pemasaran. Dapat dikatakan bahwa orientasi pemasaran perusahaan menjadi prioritas di masa mendatang.
<i>Prior profit and loss responsibility and accountability</i>	N/A
<i>Personel investment in the company</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Komitmen manajemen membangun perusahaan modern, untuk itu dirancang program stok opsi untuk karyawan. Semua karyawan diberi saham sesuai dengan posisi dan prestasi masing-masing. Program ini dirancang untuk memotivasi karyawan, sehingga mereka lebih bersemangat tinggi untuk mengembangkan perusahaan. • Dibuat suasana keterbukaan melalui pertemuan bulanan antar karyawan yang bisa diadakan di kantor atau di kafe.
<i>Desire (fire in the belly)</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Teknologi andalan Indo.com ke depan adalah system reservasi hotel yang digaransi. Indo.com juga bekerja sama dengan perusahaan pembayaran on-line yang aman VeriSign. • Indo.com mengembangkan sendiri teknologinya, arsitekturnya dibangun sendiri dan membutuhkan waktu 1,5 tahun.
<i>Covered critical funtional areas</i>	Ya, dengan mengembangkan teknologi dan membangun arsitekturnya. Sehingga Indo.com dapat menjual ASP yang merupakan layanan program aplikasi yang ditawarkan bagi jajaran industri pariwisata atau yang terkait lainnya.
<i>Process orientation</i>	Pengembangan teknologi dan pembangunan arsitektur yang membutuhkan waktu 1,5 tahun. Sementara pengembangan programnya sendiri memakan waktu empat bulan; dirampungkan bulan Juli 2000 oleh sepuluh programmer software yang gigih bekerja hampir 24 jam.
<i>Value based mindset (strategis, targets, action)</i>	Target pengembangan Indo.com adalah dibidang teknologi, keuangan dan sumber daya manusia serta

<i>plan, performance measurement)</i>	pemasaran. (Untuk strategi, action plan dan performace measurement tidak terdapat informasi)
<i>Top down bottom up managers?</i>	Sama dengan <i>personnel investment</i>
<i>Communication ? Internal and external ?</i>	Sama dengan <i>personnel investment</i>
<i>Performance - based compensation ?</i>	Program stok opsi untuk karyawan. Semua karyawan diberi saham sesuai dengan posisi dan prestasi masing-masing.
<i>Board of Directors</i>	Indo.com bukan perusahaan publik. CEO Indo.com kebetulan adalah pemilik Indo.com sebelum masuknya para investor yang merupakan petinggi McKinsey wilayah Asia Pasifik.

Sumber: Data yang diolah

Tabel 2
Penilaian Kualitatif *Business Plan* Indo.com

<i>Business Plan</i>	
<i>Does the business represent a unique concept ?</i>	<ul style="list-style-type: none"> Sebagai perusahaan <i>travel on-line</i>, Indo.com menawarkan produk dan jasa yang riil, pembaca yang riil dan penghasilan yang riil pula. Sistem reservasi yang digaransi.
<i>Does the business model appear sustainable at first glance ?</i>	N/A

Sumber: Data yang diolah

Penilaian secara Kuantitatif pada Indo.com

a. Figur Keuangan Indo.com

Figur pendapatan (arus kas masuk) perusahaan diperoleh dari berbagai artikel yang dimuat dalam beberapa majalah bisnis dalam tahun 2000, sebagai berikut:

Tabel 3
Figur Pendapatan Indo.com

Keterangan Th. 1999	Jumlah (dalam US\$)	Sumber
Pendapatan travel: • Abonemen • Komisi	37,500 3,000,000	Swasembada, 16-29 Nopember 2000
Pendapatan <i>art and craft</i> : • Abonemen • Penjualan	5,313 1,000,000	Jakarta Post, 19 Oktober 2000; Bisnis Indonesia, 19 Oktober 2000 dan <i>Company Profile</i> Desember 2000
Pendapatan ASP	20,000	Swasembada, 16-29 Nopember 2000 dan <i>Company Profile</i> Desember 2000
Pemasangan Iklan	421,920	<i>Web.sites Indo.com advertisers</i>
Total Pendapatan	4,484,733	

Pendapatan perusahaan diperoleh dari tiga jasa yang diberikan kepada pelanggan. Pertama adalah pendapatan travel, yang terdiri dari dua macam bagian yaitu abonemen (*fixed return*) yang dibebankan kepada 250 hotel yang menjadi anggota Indo.com dengan *annual fee* berkisar antara US\$ 50-250 dengan rata-rata US\$ 150 dan komisi yang diperoleh sebesar 10% dari tarif inap hotel, dan pada tahun 1999 diperoleh pendapatan sebesar US\$ 3,000,000. *Judgement* yang digunakan untuk menilai pendapatan komisi sebesar US\$ 3,000,000 adalah 30.000 kamar dikalikan *rate* kamar hotel - katakanlah US\$ 300 dan rata-rata turis asing menginap selama tiga hari maka akan diperoleh komisi untuk perusahaan dari transaksi diatas adalah US\$ 2,700,000 yang mendekati US\$ 3,000,000.

Kedua adalah pendapatan dari *arts and craft* yang juga dibagi menjadi dua yaitu abonemen dengan tarif per tahun Rp 500.000 atau US\$ 62.5 (US\$ 1 = Rp 8.000) dan penjual yang menjadi anggota sebanyak 85, sedangkan pendapatan yang diperoleh Indo.com dari penjualan *arts and craft* sebesar US\$ 1,000,000.

Ketiga adalah pendapatan dari jasa teknologi yang diberikan perusahaan kepada industri pariwisata, hotel yang membutuhkan *software* reservasi, pembayaran secara *online*. Untuk itu perusahaan membebankan biaya US\$ 50 per tahun. Dan diasumsikan mitra Indo.com yang menggunakan jasa ASP ini sebanyak 400.

Terakhir adalah pendapatan perusahaan dari pemasangan iklan atau *banner* dengan *fee* untuk *front page banner* sebesar US\$ 1,500 per bulan dan untuk *inside page banner* US\$ 750 per bulan. Diasumsikan *front page banner* sebanyak 3 buah dan *inside page banner* sebanyak 5 buah dalam 14 halaman.

Figur pengeluaran (arus kas keluar) perusahaan dalam tahun 1999, diasumsikan dibagi menjadi tiga kelompok yaitu pengeluaran untuk teknologi dan pengembangannya, sumber daya manusia dan pemasaran. Dianggap bahwa tiga kelompok tersebut

merupakan bagian yang signifikan yang dikeluarkan oleh perusahaan semacam Indo.com.

Dengan menggunakan *benchmarking* terhadap perusahaan *travel online* yang sejenis dengan Indo.com yaitu Travelocity diperoleh rasio aktiva tetap terhadap pendapatan untuk tahun 1999 sebesar 20% sedangkan rasio biaya pemasaran terhadap pendapatan untuk tahun yang sama sebesar 40%. Rasio-rasio tersebut akan digunakan sebagai dasar perhitungan untuk pengeluaran teknologi dan pengembangannya serta pengeluaran biaya pemasaran Indo.com.

Tabel 4
Figur Pengeluaran Indo.com

Keterangan Th. 1999	Jumlah (dalam US\$)
Pengeluaran untuk teknologi 20% x US\$ 4,484,733	896,946.6
Pengeluaran untuk pemasaran 40% x US\$ 4,484,733	1,793,893.2

Sumber: Data yang diolah

Sedangkan pengeluaran untuk sumber daya manusianya diasumsikan sebagai berikut:

Tabel 5
Sumber Daya Manusia Indo.com

Kategori Karyawan	Jumlah Karyawan	Total gaji per bulan (US\$1=Rp.8000) Dalam US\$
Direksi	4	12,500
Karyawan dengan tingkat pendidikan S-3	5	1,875
Karyawan dengan tingkat pendidikan S-2	8	1,000
Karyawan dengan tingkat pendidikan S-1	60	625
Karyawan dengan tingkat pendidikan D-3	18	187.5
Total karyawan	95	

Sumber: www.Indo.com.About Us untuk data pendidikan karyawan, sedangkan total gaji (termasuk biaya pengembangan karyawan) merupakan asumsi dengan dasar rata-rata biaya karyawan untuk industri jasa.

Setelah total pengeluaran untuk sumber daya manusia diperoleh, kemudian dicari rasio total pengeluaran untuk sumber daya manusia terhadap arus kas masuk. Rasio tersebut akan digunakan sebagai dasar perhitungan untuk pro-forma tahun 2004.

Diasumsikan bahwa pendapatan yang diperoleh perusahaan dan pengeluaran yang dilunasi oleh perusahaan, semuanya bersifat tunai atau per kas.

b. Pendekatan NPV atau DCF

Dalam menghitung arus kas bersih dengan menggunakan NPV atau DCF ini akan digunakan dua asumsi yaitu pertumbuhan bisnis yang bersumber dari peningkatan penetrasi bisnis dot.com dan *risk adjusted return*.

Artikel ini akan membuat tiga skenario dalam menilai Indo.com dari pro-forma arus kas bersihnya. Ketiga skenario tersebut adalah sebagai berikut:

Tabel 6
Skenario Penilaian Indo.com

Keterangan	Optimis	Stagnan	Pesimis
Pertumbuhan industri pariwisata per tahun	4%	-2%	-8%
Penetrasi pengguna internet ke <i>travel online</i>	15%	12,5%	10%
Pangsa pasar Indo.com	70%	65%	60%
Pertumbuhan B2B untuk <i>arts and crafts</i> dalam lima tahun	150%	75%	0%
Pertumbuhan B2B untuk ASP dalam lima tahun	100%	50%	0%
Pertumbuhan B2B untuk <i>Banner</i> dalam lima tahun	100%	50%	0%

1. Kondisi optimis adalah kondisi dimana keadaan ekonomi , politik dan keamanan dan pertumbuhan Indonesia telah pulih kembali seperti pada saat sebelum krisis ekonomi yang dimulai tahun 1997.
2. Kondisi stagnan adalah kondisi dimana keadaan Indonesia tidak membaik dan tidak juga memburuk.
3. Kondisi Pesimis adalah kondisi apabila Indonesia kembali ditimpa krisis seperti pada tahun 1997 - 2000.

Nilai asumsi-asumsi *growth* pada tabel diatas dihitung berdasarkan pertimbangan-pertimbangan berikut :

1. Pertumbuhan Industri Pariwisata per-tahun

Sebagai dasar penentuan pertumbuhan pendapatan industri pariwisata di Indonesia menggunakan data dari Biro Pusat Statistik mengenai *average expenditure per visit* dari turis asing:

	1995	1996	1997	1998	1999
<i>Average expenditure per visit</i>	1209,08	1252,90	1026,27	940,18	921,26

Sumber: BPS, 2000

Trend data ini digunakan sebagai *proxy* dari *trend* pendapatan industri pariwisata secara keseluruhan. Untuk skenario kondisi optimis, *growth* 1995-1996 yaitu Indonesia *pre-crisis* sebesar 4% pertahun. Untuk skenario stagnan, *growth* 1998-1999 sebesar -2%. Sedangkan untuk kondisi krisis, *growth* 1997-1998 sebesar -8%.

2. Untuk penentuan besar *growth* penetrasi pengguna internet ke *travel online*, digunakan data dari Indo.com berkisar antara 10% - 15%. Secara *arbitrary*, di tentukan bahwa persentasi tertinggi dari estimasi ini akan terjadi untuk kondisi optimis, persentasi terendah untuk kondisi pesimis dan nilai tengahnya (12,5 %) untuk kondisi stagnan.
3. Untuk penentuan pangsa pasar Indo.com, digunakan data Indo.com. Estimasi *growth* berkisar antara 60% - 70%, dengan perlakuan yang sama dengan poin dua diatas didapatkan *growth* optimis = 70%, stagnan = 65% dan pesimis = 60%.
4. Pertumbuhan B2B untuk *crafts*, ASP dan *banner*; digunakan data dari Indo.com untuk menentukan asumsi *growth* pada kondisi optimis. Namun dalam kondisi pesimis, diasumsikan tidak ada pertumbuhan selama 1999-2004, dengan pertimbangan bahwa dalam kondisi krisis perusahaan-perusahaan di Indonesia tidak akan menginvestasikan lebih banyak *resources* lagi ke sektor internet. Besar *growth* kondisi stagnan, seperti dua poin di atas adalah nilai tengah antara optimis dan pesimis.

c. Perhitungan *Discount Rate*

Semua data untuk perhitungan *net present value* telah diketahui dengan berbagai macam asumsi yang dibuat diatas, kecuali satu-satunya input yang tidak diketahui adalah *required return on equity*, yang apabila dihitung kita akan mendapatkan *implied expected return*.

Implied expected return ini dijadikan *proxy* dari *discount rate* untuk penghitungan *present value*. Jika diketahui *dividend yield* = 1,5 %, *value* = 677 dan *expected growth rate* = 15 % maka *discount rate* = 16,5 %. Untuk perhitungan *net present value* dapat dilihat pada Apendiks 1 *pro forma arus kas 2004*.

d. Penentuan *Growth Rate Perpetuity*

Untuk penghitungan nilai perusahaan, diasumsikan bahwa setelah tahun 2004 Indo.com akan tumbuh dengan tingkat konstan selamanya, karena tidak ada perusahaan yang dapat tumbuh selamanya pada tingkat yang lebih tinggi dibandingkan tingkat pertumbuhan dari negara dimana perusahaan berada, maka pada tingkat pertumbuhan perusahaan yang stabil tidak dapat lebih besar daripada tingkat pertumbuhan ekonomi.

Indonesia pada masa jayanya pernah mengalami pertumbuhan yang tinggi sampai persentase dua digit. Maka untuk asumsi tingkat pertumbuhan perusahaan di kondisi optimis ditetapkan sebesar 10%. Sedangkan untuk tingkat pertumbuhan perusahaan kondisi stagnan didasarkan pada kondisi saat ini dimana estimasi *growth GDP* Indonesia sekitar 5%. (Lihat Apendiks 1: *pro forma arus kas 2004*).

e. Analisis Sensitivitas

Penentuan probabilitas untuk tiap skenario adalah tahap penting dalam penentuan penilaian perusahaan. Probabilitas 65% diberikan untuk kondisi stagnan dengan pertimbangan bahwa pada saat sekarang ini walaupun sudah banyak yang menganggap bahwa untuk bidang ekonomi Indonesia "*the worst is already over*", tetapi dengan kondisi masih tidak menentunya situasi politik dan keamanan negara, maka kemungkinan terbesar kondisi yang ada belum dapat membaik untuk lima tahun mendatang.

Kemudian penetapan probabilitas 10% untuk kondisi pesimis dengan asumsi bahwa walaupun ada kemungkinan kekacauan negara akan membawa kembali Indonesia pada kondisi krisis, walaupun telah banyak usaha-usaha pemulihan ekonomi yang berlanjut.

Probabilitas 25% ditetapkan sebagai kondisi optimis (Lihat *Apendiks 2: Probability 1 dan 2*).

Simpulan

Penilaian perusahaan dot.com dapat terdiri dari dua bagian, yaitu secara kualitatif dan kuantitatif. Secara kualitatif, dapat dilihat tim manajemen perusahaan dan rencana bisnis perusahaan ke depan. Secara kuantitatif dapat menggunakan, pertama: *net present value* atau *discounted cash flow* dilengkapi dengan analisis sensitivitas, kedua: *economic value added*.

Usaha penilaian Indo.com diatas menggunakan pendekatan teoritis dan ilmiah, namun hasil yang didapatkan dapat berbeda-beda tergantung dari metode penilaiannya dan berbagai pemakaian asumsi. Estimasi penilaian dengan menggunakan asumsi-asumsi merupakan akibat langsung dari keadaan nyata masa depan yang juga tidak pasti. Untuk dapat memperkirakan hasil masa depan yang tidak pasti itulah maka *estimasi value* perusahaan Indo.com memiliki interval sebagai hasil analisis sensitivitas.

Penilaian Indo.com pada dasarnya dapat dilakukan dengan prinsip yang sama untuk semua jenis perusahaan. Pendekatan kualitatif dengan mengenal tim manajemen dan sumber daya manusia yang dimiliki oleh Indo.com menunjukkan soliditas dan nilai yang akan dicapai oleh sumber daya tersebut. Indo.com mengelola bisnis yang riil meskipun melalui bisnis maya. Pendekatan kuantitatif menggunakan *net present value* atau *discounted cash flow* untuk kemampuan Indo.com menghasilkan aliran uang di masa mendatang.

Dari hasil penghitungan penilaian Indo.com dengan pendekatan NPV atau DCF didapatkan estimasi nilai sebesar \$ 77 juta. Namun dengan menggunakan analisis sensitivitas akan diperoleh interval nilai Indo.com yang cukup besar, berkisar antara \$ 55 juta sampai dengan \$ 100 juta.

Daftar Pustaka

- AFX Asia, 2000, *Market News December 2000*, Singapore, <http://www.AFXAsia.com>
- Becker William H, 2003, *The Dot.Com Revolution in Historical Perspective*, Washington DC, The George Washington University, Working Papers
- Damodaran Aswath, 2000, *The Dark Side of Valuation: Firms with no Earnings, no History and no Comparables - Can Amazon.com be valued ?*, New York, <http://www.stern.nyu.edu>
- Damodaran Aswath, 2000, *Estimating Equity Risk Premiums*, New York, <http://www.stern.nyu.edu>
- Desmet Driek *et all.*, 2000, *Valuation in Dot Com Company*, this article adapted from: Tom Copeland, Tim Koller and Jack Murrin, 2000, *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*, New York, John Wiley and Sons
- James Mimi and Koller Timothy M., 2000, *Valuation in Emerging Markets*, this article adapted from: Tom Copeland, Tim Koller and Jack Murrin, 2000, *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*, New York, John Wiley and Sons
- Mills W. Roger, 1995, *Strategic Value Analysis*, New York, Mars Business Associates Ltd.
- Millano Gregory, Erik Stern, Thomas Fencil and Nikolaus Piza, 2000, *Internet Valuation: Why Are The Values So High ?*, London, Stern Stewart Europe Ltd Volume 2 Issue 1
- Pfeil Oliver P., 2003, *Valuation of Intellectual Capital*, Cambridge, <http://www.MIT.edu>
- Ross, Jaffe and Westerfield, 1999, *Corporate Finance*, 5th Edition, New York, McGraw-Hill International
- Sembel Roy, 2001, *Menilai Bisnis E*, Jakarta, Makalah Kuliah Manajemen Keuangan di Fakultas Ekonomi Program Magister Akuntansi Universitas Indonesia
- Wall Street Journal, *Special Report Asian Economic Survey*, October 23 2000
- Zell.M.Wayne, 2000, *Valuing and Evaluating Internet Companies: Are We Chasing Clouds ?*, Working Papers

Apendiks 1: Proforma Arus Kas Tahun 2004

	Skenario		
	Optimis	Stagnan	Pesimis
Arus kas masuk			
Pendapatan travel	127.748.555	73.443.565	39.544.891
Penjualan arts and craft	2.513.281	1.759.297	1.005.313
Pendapatan ASP	40.000	30.000	20.000
Pendapatan dari banner	864.000	648.000	432.000
Total arus kas masuk	131.165.836	75.880.862	41.002.204
Arus kas keluar .			
Pengeluaran untuk pengembangan teknologi dan aktiva tetap	32.791.459	18.970.215	10.250.551
Pengeluaran untuk SDM	38.038.092	22.005.450	11.890.639
Pengeluaran untuk marketing	52.466.334	30.352.345	16.400.882
Total arus kas keluar	123.295.885	71.328.010	38.542.072
Arus kas sebelum pajak	7.869.951	4.552.852	2.460.132
Depresiasi (5%)	6.558.292	3.794.043	2.050.110
Total arus kas bersih	14.428.243	8.346.895	4.510.242
Pajak (tarif profesif tertinggi = 30%)	4.328.473	2.545.803	1.353.073
Arus kas bersih sesudah pajak	10.099.770	5.801.092	3.157.169
<u>NPV dan Growing Perpetuity</u>			
Asumsi:			
Risk of adjusted return: 16,5%			
Tingkat pertumbuhan	10%	5%	2%
Net present value	4.706.493	2.703.309	1.471.241
Growing perpetuity	155.381.078	50.444.278	21.773.582
Total expected value	160.087.571	53.147.587	23.244.823

Apendiks 2:**Probability 1**

Skenario	DCF	Probability	Expected Value
Optimis	160.087.571	25%	40.021.893
Stagnan	53.147.587	65%	34.545.932
Pesimis	23.244.823	10%	2.324.482
<i>Total Expected Value</i>			76.892.307

Probability 2

Skenario	More Pesimistic	Base Probability	More Optimistic
Optimis	10%	25%	45%
Stagnan	60%	65%	50%
Pesimis	30%	10%	5%
<i>Total Expected Value</i>	54.870.756	76.892.307	99.775.442